

学校编码: 10384

分类号\_\_密级\_\_

学号: 17620061151353

UDC\_\_

厦 门 大 学

硕 士 学 位 论 文

中国上市公司定向增发与公开发行选择的动因研究

A Research on the Choice between Private Placement and  
Public Offering of Listed Companies in China

许兴云

指导教师姓名: 王志强 教授

专 业 名 称: 企 业 管 理

论文提交日期: 2009 年 4 月

论文答辩时间: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席: \_\_

评阅人: \_\_

2009 年 月

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为福建省科技规划重点项目(项目批准号:2008R0058)研究课题的研究成果。

声明人(签名):

年 月 日

## 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年        月        日

厦门大学博硕士论文摘要库

## 摘 要

随着资本市场的不断发展，上市公司再融资的方式越来越多样化，由配股转为增发，进而越来越多的公司采用定向增发。尤其是 2006 年，股权分置改革的顺利完成推动了我国证券市场的复兴，为定向增发的推广创造了条件。在众多股权再融资方式中，上市公司为什么选择定向增发以及如何选择定向增发的发行对象？这是公司财务的一个值得探讨的问题。本文结合定向增发的理论和实证研究的最新成果，在总结 A 股市场定向增发发行现状的前提下，探讨定向增发与公开发行的选择动因，以及定向增发发行对象的选择等问题。

本文首先利用 Logistic 模型，从控制权、信息不对称以及风险三个因素对定向增发与公开发行的选择进行分析。其次，就定向增发的发行对象运用 Multinomial Logistic 模型，回归分析企业在选择定向增发发行对象时所考虑的因素。同时，考虑到中国特定的市场环境，加入制度虚拟变量对定向增发与公开发行的选择进行分析。

研究发现，控制权、信息不对称以及风险这三个因素不管是对增发方式的选择还是发行对象的选择均有影响，但影响程度不同。在定向增发与公开发行的选择时，控制权是其主要影响因素。控制权越集中的企业越倾向于选择公开发行，以免稀释其控股地位。在定向增发的对象选择时，风险因素则起主要作用。风险越大的企业，越倾向于选择向新股东定向增发，引入风险投资者，转移风险。另外，在中国特定的市场监管机制下，制度因素是定向增发与公开发行之间选择的一个关键因素，但需要寻找更精确的量化指标来衡量。

**关键词：**定向增发； 公开发行； Logistic 模型

厦门大学博硕士论文摘要库

## Abstract

With the development of capital markets, listed companies need refinancing in more diverse way. From allotment to seasoned offering, private placement will be adopted as more as possible. Especially in 2006, the success of share-trading reform promoted the rejuvenation of securities market, so as to create favorable condition for private placement. Among so many options of equity refinancing, why the listed companies select the private placement and how to choose the offering targets are worth exploring in financial area. Based on the latest achievements of the private offering and the empirical research and the status of private placement in A-stock, the paper focuses on factors which affect the orientation between the private placement and public offering and the choice between the existing shareholders and new investors.

Firstly, the paper estimate a Logistic regression model which focuses on controlling, asymmetry information as well as risk to orientate between private and public offering. And then, the paper adopts the Multinomial Logistic model to analyze the factors that direct the offering targets. During analysis, the paper adds the institutional dummy variable in order to test the impact of Chinese-specific regulation.

The result indicates that controlling, asymmetric information and risk not only affect the selection between private and public offering, but also relate to the choice of offering targets. The more centralized control over the enterprise, the more inclining to select public offering, which will not dilute the ownership. Then, during the choice of offering targets, risk factors play a major role. The greater risk has the tendency to choose the private placement to new investors, especially the risk investors who can transfer part of the risk. Finally, institutional factor plays an important role between the choice of private placement and public offering. However, we should look for the more specific index to explanation.

**Key Words:** Private Placement; Public Offering; Logistic Model

厦门大学博硕士论文摘要库



# 目 录

引言 .....	1
第一章 文献回顾 .....	5
第一节 国外文献综述 .....	5
第二节 国内文献综述 .....	10
第二章 我国定向增发的制度背景及发展现状 .....	14
第一节 公开发行与定向增发的发行条件对比 .....	14
第二节 定向增发的优缺点及运作模式 .....	16
第三节 我国上市公司定向增发的现状分析 .....	19
第三章 我国上市公司定向增发动因研究：研究设计 .....	25
第一节 研究步骤与方法 .....	25
第二节 样本的选择 .....	25
第三节 研究假设及变量设计 .....	26
第四节 研究模型的构建 .....	31
第四章 实证研究结果与分析 .....	37
第一节 定向增发与公开发行动因的 Logistic 分析 .....	37
第二节 定向增发发行对象的 Multinomial Logistic 分析 .....	44
第五章 结论与不足 .....	49
第一节 结论 .....	49
第二节 本文的不足及后续研究方向 .....	50
[参考文献] .....	51
后记 .....	55

厦门大学博硕士论文摘要库

## Contents

<b>Introduction.....</b>	<b>1</b>
<b>Chapter1 Literature Review .....</b>	<b>5</b>
Section 1 Literature Review of Foreign .....	5
Section 2 Literature Review of Domestic.....	10
<b>Chapter2 Institutional Background and Developing Status of Private Placement in China.....</b>	<b>14</b>
Section 1 Issue Conditions of Private Placement and Public Offering .....	14
Section 2 Demerits and Patterns of Private Placement .....	16
Section 3 Status of Private Placement in China .....	19
<b>Chapter3 Motivation Research of Private Placement : Research Design .....</b>	<b>25</b>
Section 1 Process and Method.....	25
Section 2 Data Selecting.....	25
Section 3 Research Assumption and Calculation of Variables.....	26
Section 4 Construct the Research Model .....	31
<b>Chapter4 Empirical Results and Analysis.....</b>	<b>37</b>
Section 1 Logistic Regression between Private and Public Offering.....	37
Section 2 Multinomial Logistic Regression of Private Offering Targets .....	44
<b>Chapter5 Conclusion and Limitation .....</b>	<b>49</b>
Section 1 Conclusions .....	49
Section 2 Limitations and Directions of Further Research.....	50
<b>References .....</b>	<b>51</b>
<b>Postscript .....</b>	<b>55</b>

厦门大学博硕士论文摘要库

## 图表目录

图 1-1: 本文的研究思路流程图 .....	4
图 2-1: 上市公司 1998 年到 2007 年定向增发的规模 .....	20
表 2-1: 上市公司 1998 年到 2007 年股权再融资情况 .....	20
图 2-2: 上市公司定向增发占股权再融资募集资金总额比重图 .....	21
表 2-2: 定向增发的行业分布 .....	22
表 3-1: 自变量与因变量的假设关系 .....	31
表 3-2: $\varepsilon_i$ 的 K-S 检验 .....	32
图 3-1: $\varepsilon_i$ 的 P-P 概率图 .....	33
表 3-3: 自变量的相关系数列表 .....	34
表 3-4: 相关系数的方差膨胀因子列表 .....	35
表 4-1: 定向增发与公开发行动因变量描述性统计 .....	37
表 4-2: H-L 指标拟合优度值 .....	39
表 4-3: $R^2$ 值列表 .....	39
表 4-4: 观测值与预测值的分类表 .....	40
表 4-5: 模型 $\chi^2$ 统计表 .....	41
表 4-6: Logistic 回归结果 .....	42
表 4-7: Logistic 制度因素回归结果 .....	43
表 4-8: 发行对象变量的描述性统计 .....	44
表 4-9: 皮尔逊 $\chi^2$ 值和偏差值 .....	45
表 4-10: 拟合度 $R^2$ 列表 .....	45
表 4-11: 观测值与预测值的分类表 .....	45
表 4-12: 模型的拟合度检验表 .....	46
表 4-13: Multinomial Logistic 模型回归结果 .....	48

厦门大学博硕士论文摘要库

## 引言

### 一、研究动机

定向增发也称非公开发行，根据中国证监会发布的《上市公司证券发行管理办法》第三十六条，非公开发行是指上市公司采用非公开方式向特定对象发行股票的行为。在发达的资本市场上，定向增发常常被称为“闪电配售”，是一种运用广泛、市场化程度较高的股权再融资方式，对发挥证券市场优化配置功能起着关键性的作用。但是，对于我国的资本市场而言，直到 1998 年才出现了第一例的定向增发案例，即巴士股份通过吸收合并，以折价 4.5 元向上海公交控股有限公司定向增发 5000 万股国有法人股以换取母公司持有的两家公交公司。自此以后，1999 年到 2005 年期间发生定向增发的案例很少。随着资本市场的不断发展，上市公司再融资的方式不断创新，由配股转为增发，进而越来越多的定向增发被采用。尤其是到 2006 年，股权分置改革的顺利完成推动了我国证券市场的复兴，并为定向增发的推广创造了条件。2006 年 5 月 7 日中国证监会发布了《上市公司证券发行管理办法》其中规定定向增发（又称非公开发行）正式成为中国资本市场的一种股权再融资方式。定向增发与公开发行或者配股相比，对公司的业绩没有要求，操作更加便捷，尤其适合于在全流通环境下大股东将优质资产注入上市公司实现整体上市。因此，《上市公司证券发行管理办法》出台后，定向增发成为了上市公司股权再融资的主流方式。从 2006 到 2007 年，共发生 233 起增发案例，其中采用定向增发方式的有 196 家上市公司，募集资金合计 3644.51 亿元。可以预期，在未来几年内，随着具体实施细则的不断完善，定向增发仍会是上市公司股权再融资的主要方式之一<sup>①</sup>。

由于我国定向增发方式起步较晚，目前国内缺少对上市公司定向增发的深入、系统的研究，在如此众多的股权再融资方式中，公司为何要选择定向增发，与其他融资方式相比，除了发行制度上的差别之外，是否还存在其他因素影响上市公司增发方式的选择。所以，本文从定向增发与公开发行选择的动因研究入手，深入探讨影响定向增发与公开发行之间选择的因素，以及定向增发发行对象间选

---

<sup>①</sup> 数据来源：Wind数据库。

择的因素。

## 二、研究思路和框架

本文就我国上市公司定向增发与公开发行间选择的动因问题采用定性与定量相结合的分析方法。主要是以 2006 到 2007 年间我国采用增发融资的所有上市公司为样本，运用 Logistic 回归模型对其进行分类比较，就公司为何选择定向增发而非公开发行，以及公司如何选择是向新股东募集资金还是向原有股东筹集资金等问题一步一步展开论证分析。

除引言外，本文其余部分构成如下：

第一章为文献回顾。主要分为国外和国内两部分。国外文献综述主要按时间顺序总结影响企业选择定向增发方式的因素。国内对定向增发的研究较少，本文就主要学者的观点作简单阐述。

第二章为我国定向增发的制度背景及发展现状。主要是结合定向增发与公开发行的制度背景，分析我国定向增发的优缺点、运作模式及市场发展现状，为本文对定向增发的研究提供现实意义。

第三章为我国上市公司定向增发动因研究：研究设计。具体为：研究步骤与方法、样本的选择、研究假设和变量设计、研究模型的构建。

第四章为实证分析。具体分为两部分：一是运用 Logistic 模型对定向增发与公开发行的选择进行回归分析，这期间结合中国特定的市场背景加入制度虚拟变量进行预测公司选择定向增发的概率为多少。二是运用 Multinomial Logistic 模型对定向增发的发行对象的影响因素进行分析。

第五章为结论与不足。得出本文的研究结论并进行相关讨论，指出研究当中存在的一些局限性，并提出未来的研究方向。

## 三、本文的创新与贡献

本文的方法创新和文献贡献如下：（1）考虑到上市公司不管是在定向增发与公开发行间的选择，还是对定向增发发行对象的选择，两者均不是连续变量，不适合运用线性概率模型进行预测。故本文借鉴限值因变量模型进行预测，即运用 Logistic 模型对定向增发与公开发行间的选择这个二分类变量进行回归分析，运



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库